

2020.02.03-2020.02.07

每周市场回顾与展望

主要结论:

- 宏观经济: 经济增长方面, 12月工业企业利润增速有所回落。一季度宏观经济增长受疫情影响而承压。在此背景下, 预计逆周期调节政策将加力。通货膨胀方面, 预计1月CPI同比增速增长5%左右, PPI同比增长0.1%。流动性方面, 央行行长表示下次中期借贷便利操作的中标利率和2月20日公布的LPR, 也会有较大概率下行; 货币政策下一步要加大逆周期调节的强度; 央行和银保监会正在对资管新规是否延期进行技术评估。
- 权益市场: 综合来看, 我们认为市场整体将处于震荡格局, 继续关注受益流动性预期改善、受疫情影响相对较小、行业景气度向上的板块。风险方面, 除疫情本身影响外, 疫情带来的人员流动性受限和复工延迟等很可能对一些企业特别是中小企业的流动性带来负面影响。不过从当前各地及主要部门出台的政策举措看, 政府及监管层已经并且正在对相关风险积极应对, 具体效果尚待观察。未来重点关注逆周期调节政策的力度、疫情进展等。
- 固定收益市场: 当前债券估值已明显偏贵, 组合暂不建议追涨, 在疫情没有增量悲观信息的情况下, 若收益率继续下行, 建议久期不低配组合根据组合具体情况考虑适当逐步降低仓位; 后续仍要密切关注疫情进展。

正文内容:

一、市场回顾

(一) 宏观方面

1、经济增长: 12月工业企业利润增速有所回落。一季度宏观经济增长受疫情影响而承压。在此背景下, 预计逆周期调节政策将加力。与此同时, 央行和银保监会正在对资管新规是否延期进行技术评估。从各地情况来看, 未来一段时期会出现一定的复工, 但具体进度还待观

察，并也仍受疫情影响

根据统计局公布的数据，12月规模以上工业企业利润同比增速-6.3%，前值5.4%，累计同比由-2.1%降至-3.3%。12月规模以上工业企业营业收入同比增速-2%，前值6.3%。

2.1-2.7，南华综合指数环比增速由-1%降至-6.3%，其中工业品、金属、能化、农产品分别下行7.4%、7%、6.5%、3.2%，贵金属上行1%。螺纹钢价格环比由1.18-1.24的-0.01%降至-1%，表现弱于季节性。

地产销售方面，1.25-1.31，30城地产销售面积四周移动平均同比增速由2.2%降至-20%，并在2.1-2.7进一步下沉至-37%。土地成交方面，1.20-1.26土地出让面积四周移动平均同比增速由-7%降至-44%；土地溢价率基本维稳于14%。1.27-2.2土地出让面积四周移动平均同比增速进一步降至-77%，土地溢价率降至12%。

生产方面，1.25-1.31四周移动平均发电耗煤增速由-9.6%降至-12%，环比表现略弱于春节对标季节性。2.1-2.7四周移动平均发电耗煤增速维持在-12%的低位，环比有所上行（由-23%升至-12%），表现明显弱于季节性。1.25-1.31三峡水库出库量四周移动平均同比增速由-18.2%降至-20%；环比表现略弱于季节性。2.1-2.7四周移动平均增速由-20%回升至-14%，环比有所上行（由-17%升至0.5%），但明显弱于季节性。开工率方面，2.1-2.7全国高炉开工率由1.18-1.24的66.85%降至64%，开工率环比表现弱于春节对标季节性。1.25-2.3焦化厂开工率由81.9%降至72.4%，并在2.4-2.7进一步下行至69.6%，使用春节对标，开工率环比显著弱于季节性。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：2019年12月工业企业利润增速回落，营业收入增速回落和毛利率同比回落均有拖累，部分企业计提资产减值也对读数有一定的拖累。12月营业收入增速回落与当月工业增加值和PPI双回升不一致，我们认为主要与工业企业备货较多造成生产高于销售。12月工业企业产销率下降超过季节性、产成品库存回升均印证这一点。结合1月PMI生产数据高于季节性，我们推断春节前企业生产备货高于往年，这将进一步加大疫情影响下一季度经济增速回落幅度。市场当前对一季度实际GDP增速的预测区间在3.5%-5.3%之间。受疫情防控影响，上周生产高频数据、迁徙数据显示复工明显低于往年同期。

2、通货膨胀：预计1月CPI同比增速增长5%左右，PPI同比增长0.1%

2.1-2.4，猪肉价格（商务部口径）环比增速由1.27-1.31的3.5%降至0.2%，表现基本符合季节性。2.1-2.4，蔬菜价格（商务部口径）环比由1.27-1.31的0.6%降至-4.2%，表现弱于季节性。

点评：预计1月CPI同比增速5%左右，PPI同比增速0.1%左右。春节后一周猪价环比表现基本符合季节性，菜价出现超季节性下行。

3、流动性：春节后一周央行调降公开市场操作利率10BP并实现净投放2700亿，货币市场利率下行。央行行长表示下次中期借贷便利操作的中标利率和2月20日公布的LPR也会有较大概率下行；上周人民币汇率略有贬值

2月3日，央行宣布公开市场7天期逆回购操作中标利率2.4%，此前为2.5%；公开市场14天期逆回购操作中标利率2.55%，此前为2.65%。春节假期后一周央行累积净投放资金2700亿元。

春节后一周，7天回购定盘利率周均值由此前2.6%进一步降至2.4%；R007周均值由2.66%续降至2.46%。春节对标下，当前利率强于16年，弱于14、15、17、18、19年。

2.1-2.7，人民币中间价汇率由6.9升至6.97。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：春节后一周央行调降公开市场操作利率10BP并实现净投放2700亿，货币市场利率下行；央行行长表示下次中期借贷便利操作的中标利率和2月20日公布的LPR，也会有较大概率下行；货币政策下一步要加大逆周期调节的强度；央行和银保监会正在对资管新规是否延期进行技术评估。

（二）权益方面

截至周五收盘，上证综指报收2875.96点，当周下跌3.38%，深证成指报收10611.55点，当周下跌0.66%，中小板指当周下跌0.62%，创业板指当周上涨4.57%。

分行业来看，29个中信一级行业中6个行业上涨，其中医药、计算机和传媒分别上涨5.95%、4.10%和4.01%；23个行业下跌，其中房地产、煤炭和钢铁分别下跌7.45%、7.33%和7.18%。

图 1: 主要指数表现

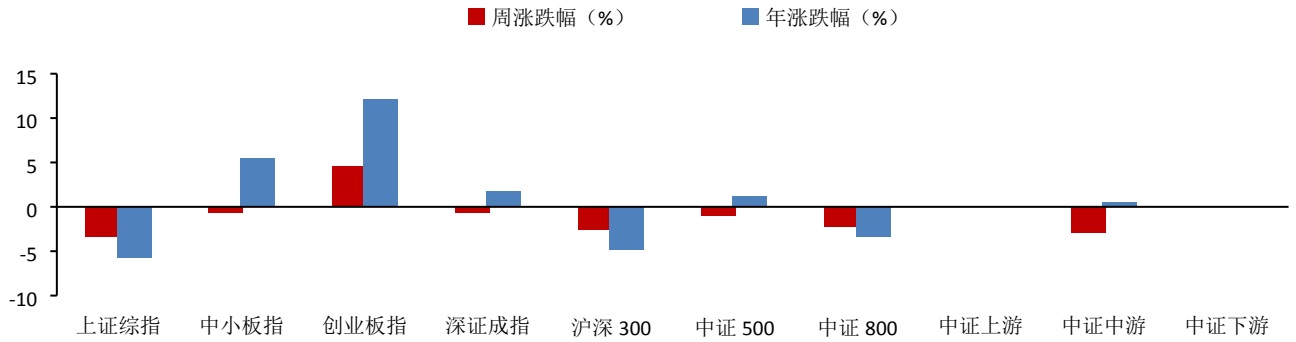
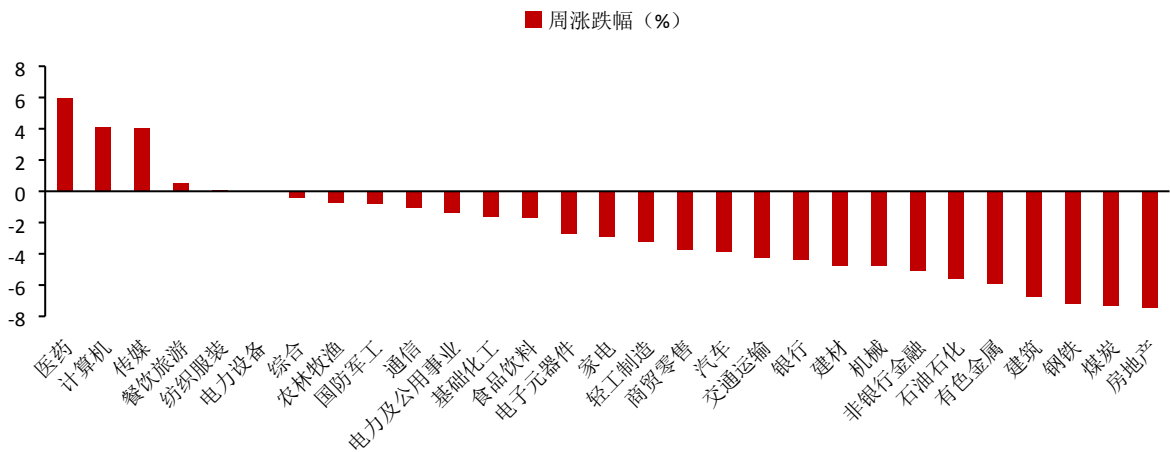


图 2: 行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2020年2月3日至2020年2月7日。

(三) 固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.05%，较前一周上涨0.21%；三年期国债收益率2.40%，较前一周上涨0.62%；十年期国债收益率2.80%，较前一周上涨1.76%。一年期国开债收益率2.07%，较前一周上涨0.40%；三年期国开债收益率2.75%，较前一周上涨0.77%；十年期国开债收益率3.22%，较前一周上涨1.74%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.85%，较前一周上涨0.29%；五年期AAA最新收益率3.44%，较前一周上涨1.02%；一年期AA+最新收益率2.97%，较前一周上涨0.28%；五年期AA+最新收益率3.69%，较前一周上涨1.02%；一年期AA最新收益率3.08%，较前一周上涨0.28%；五年期AA最新收益率4.10%，较前一周上涨0.90%；一年期城投债最新收益率3.01%，较前一周上涨0.31%；五年期城投债最新收益率3.77%，较前一周上涨1.27%。

图 3: 各类债券持有期收益率

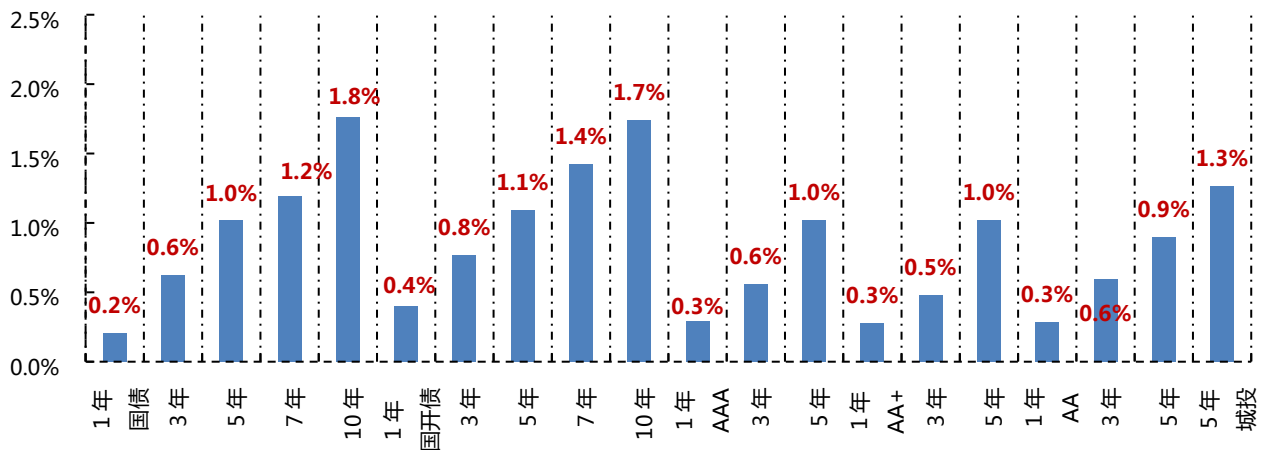
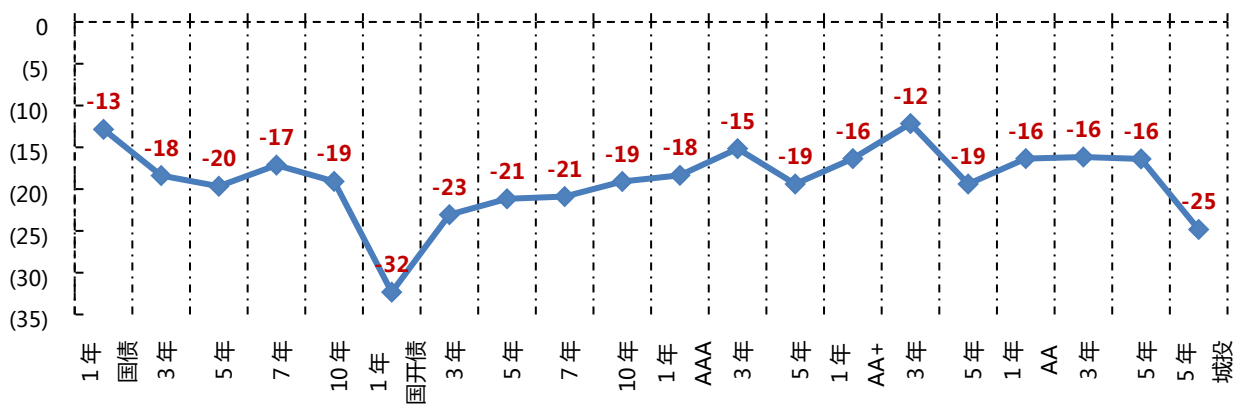


图 4: 各类债券收益率变动



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2020年2月3日至2020年2月7日。

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，2019年12月工业企业利润增速回落，营业收入增速回落和毛利率同比回落均有拖累，部分企业计提资产减值也对读数有一定的拖累。12月营业收入增速回落与当月工业增加值和PPI双回升不一致，我们认为主要与工业企业备货较多造成生产高于销售。12月工业企业产销率下降超过季节性、产成品库存回升均印证这一点。结合1月PMI生产数据高于季节性，我们推断春节前企业生产备货高于往年，这将进一步加大疫情影响下一季度经济增速回落幅度。市场当前对一季度实际GDP增速的预测区间在3.5%-5.3%之间。受疫情防控影响，上周生产高频数据、迁徙数据显示复工明显低于往年同期。

通货膨胀方面，预计1月CPI同

比增速增长5%左右，PPI同比增长0.1%。**流动性方面**，春节后一周央行调降公开市场操作利率10BP并实现净投放2700亿，货币市场利率下行；央行行长表示下次中期借贷便利操作的中标利率和2月20日公布的LPR，也会有较大概率下行；货币政策下一步要加大逆周期调节的强度；央行和银保监会正在对资管新规是否延期进行技术评估。

权益方面：上周A股主要指数除创业板外均告下跌，两市含科创板一周成交金额4.1万亿，日均成交额8200亿元，日均成交额较前周成交放量。上周北向资金净流入300.6亿元，为年初以来最大单周净流入。上周市场出现大幅波动，疫情对市场的冲击集中体现在周一。之后市场出现连续反弹，创业板指等更创新高。预计短期市场整体将延续震荡行情，更关注结构性机会。盈利面上，虽然短期逆周期调节力度将逐步发力，但整体来看，疫情影响将令一季度宏观经济承压。估值面上，在短期经济下行压力加大背景下，流动性改善预期将对市场提供正面支撑。上周政策面释放信号也显示后续政策利率下调为大概率事件。综合来看，我们认为市场整体将处于震荡格局，继续关注受益流动性预期改善、受疫情影响相对较小、行业景气度向上的板块。风险方面，除疫情本身影响外，疫情带来的人员流动性受限和复工延迟等很可能对一些企业特别是中小企业的流动性带来负面影响。不过从当前各地及主要部门出台的政策举措看，政府及监管层已经并且正在对相关风险积极应对，具体效果尚待观察。未来重点关注逆周期调节政策的力度、疫情进展等。

固定收益方面：疫情似乎暂时得到控制，但是后续的复工是否会带来二次爆发仍然需要关注。当前债券估值已明显偏贵，组合暂不建议追涨，在疫情没有增量悲观信息的情况下，若收益率继续下行，建议久期不低配组合根据组合具体情况考虑适当逐步降低仓位；后续仍要密切关注疫情进展。

重要提示：

本材料为客户服务材料，不构成任何投资建议或承诺，本材料并非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。投资有风险，过往业绩并不代表其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩不构成新基金业绩表现的保证，有关数据仅供参考，不构成任何承诺。

工银瑞信在本材料中的所有观点仅代表工银瑞信在本材料成文时的观点，工银瑞信有权对其进行调整。若本材料转载第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，并不代表工银瑞信的立场。除非另有明确说明，本材料的版权为工银瑞信所有。未经工银瑞信的书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、复制或修改。

公司地址：**北京市西城区金融大街5号新盛大厦A座6-9层**

邮政编码：100033

客服热线：400-811-9999（免长途费）